

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

**ACTUALIZACIÓN DE
CALIFICACION DE RIESGO DE
TITULOS MIXTOS DEL DOMINIO
FIDUCIARIO DEL
“FIDEICOMISO FINANCIERO
TIERRAS DEL LITORAL”**

Montevideo, mayo de 2020

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCION
10	II EL FIDECOMISO Y LOS TITULOS MIXTOS
12	III LA ADMINISTRACION
16	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
22	V EL ENTORNO
30	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**Actualización de la Calificación de Oferta Pública.
6 - mayo - 2020**

Denominación:	Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral
Fiduciario:	Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de fondos de inversión.
Operador:	Agropecuaria del Litoral S.A.
Agente de Registro y Pago:	Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de fondos de inversión.
Entidad Representante:	BEVSA
Títulos emitidos:	Títulos Mixtos escriturales de Oferta Pública.
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD 50.000.000 (cincuenta millones de dólares).
Plazo:	15 años con opción a tres años más.
Fecha de suscripción de valores:	3 y 4 de setiembre de 2018.
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles rurales, infraestructura de riego, arrendamientos, entre otros.
Estructura:	Guyer & Regules (asesor legal) y Nobilis (agente organizador)
Calificadora de Riesgo:	CARE Calificadora de Riesgo
Comité Calificación:	Martín Durán, Julio Preve y Adrián Tambler.
Calificación de Riesgo:	BBB (uy)
Vigencia:	hasta 30 de noviembre de 2020.
Manual:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros.

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los títulos mixtos en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral, manteniendo la calificación BBB.uy de grado inversor.

A modo de resumen, los aspectos salientes de la calificación son:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias, tal cual surge del informe jurídico que se anexó a la calificación original (www.care.com.uy).
- Un diseño de gobierno corporativo que minimiza el riesgo a los inversionistas y que hasta la confección del presente informe ha funcionado en forma adecuada, disponiendo de informes del fiduciario, del operador y del comité de vigilancia.
- La capacidad de gestión del operador del proyecto, Agropecuaria del Litoral, resulta crucial para el desarrollo del proyecto y por tal motivo pondera de modo significativo en la calificación. En este sentido, los avances logrados desde la puesta en funcionamiento del proyecto vienen demostrando capacidad de llevar adelante el mismo, lo que se observa en los informes de gestión, que son confirmados por el Comité de Vigilancia.
- Un negocio que desde el punto de vista económico financiero para el inversor, soporta los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto en la calificación original. En esta oportunidad, y a la luz de los cambios en el panorama financiero internacional, se recalculó la Tasa de retorno esperada del capital, manteniéndose las conclusiones (véase Sección IV).
- Un proyecto que desde el punto de vista físico y económico supera en el mismo sentido que en el punto anterior, diversas pruebas; y que al mismo tiempo se destaca por el nivel de cobertura de múltiples variables consideradas. Por otra parte el operador se compromete a asegurar un ingreso mínimo, lo que supone un mayor compromiso con el proyecto. Asimismo, los títulos mixtos emitidos, establecen que el 25% de la emisión es deuda al 6% de interés y el restante 75% es participación en el proyecto.
- Al tratarse de un proyecto a largo plazo para la maduración de las inversiones, y al depender esta maduración crucialmente de operaciones realizadas al comienzo del mismo, los informes trimestrales del operador en los primeros años cobran particular relevancia para dos conceptos que ponderan fuertemente la gestión de la administración: la compra de tierra y la implementación de la infraestructura de riego establecidos en el plan de negocios. Asimismo se determinan requisitos mínimos de desempeño que contribuirán a establecer el juicio futuro de la calificadora (cláusula 9a del contrato de operación).
- En poco más de un año de operación del Fideicomiso se adquirieron 4 campos por un total de 4.309 hectáreas de buenos campos agrícolas del litoral, a un promedio de 6.031 USD/ha más gastos de adquisición. El prospecto prevé la adquisición de unas 6.000 hectáreas, por lo que el proceso de compra aún no ha culminado. Están previstos tres años para

la compra de los campos por lo que se vienen cumpliendo los compromisos mínimos.

- Se han realizado las gestiones necesarias para la presentación de los proyectos de riego y la obtención de los permisos necesarios, así como también se ha avanzado en los llamados para las obras. Fue necesario realizar gestiones con los vecinos ya que los lagos de las represas ocuparían parte de los predios linderos, lo que puede dilatar las obras: permisos, compras, permutas o servidumbres. En tres de los predios ya se alcanzó acuerdo y se sigue negociando en el cuarto.
- El cronograma de puesta en producción de los distintos campos se está cumpliendo tal como fue previsto en el Plan de Tareas 2019 – 2021. En el primero de los campos entregados ya se sembraron cultivos de invierno (trigo y colza) todos ellos están sembrados con soja en la campaña de verano 19/20. En uno de ellos los cultivos están siendo realizados por un tercero, ya que existía un contrato de arrendamiento vigente.
- Destaca la alineación de incentivos entre el fideicomiso y el operador ya que este último se compromete a adquirir títulos por hasta un 5% del monto de la emisión con un total de 2,5 millones de dólares; lo que va realizando en la medida que se realizan las integraciones de capital. Asimismo, el operador se obliga a abonar al Fideicomiso por la totalidad de las hectáreas bajo explotación agrícola un monto mínimo anual equivalente a 600 kg. de soja por hectárea y por año, asegurando de esta forma un ingreso mínimo y reduciendo riesgos para los inversores.
- Para el caso de los commodities alimenticios, se espera para el mediano plazo un mantenimiento de la actual situación de precios relativamente deprimidos, con la excepción del arroz, que luego de muchos años ha comenzado a recuperarse. Luego de varios años de condiciones de mercado relativamente tranquilas, los mercados agrícolas mundiales enfrenten riesgos crecientes, derivados de algunos conflictos comerciales (EEUU-China), sumado a una desaceleración de varios países demandantes, altos stocks y una producción que crece por encima de lo que aumenta la demanda. De esta forma, los analistas coinciden en que para el mediano plazo cabría esperar disminución de los precios reales de los commodities, aunque podrían crecer en términos nominales. Del mismo modo, en diciembre 2019 se informó sobre la aparición de una nueva cepa de coronavirus (COVID-19). Dicho virus se ha propagado en nuestra región, afectando notoriamente la actividad económica. A la fecha de redacción de este informe no es posible estimar el impacto que estos hechos tendrían. No obstante se parte de la base de que la crisis derivada del coronavirus se resolvería en algunos meses y luego los mercados volverían razonablemente a la normalidad.
- El mercado de tierra agrícola, si bien está afectado por coyunturas de oferta y demanda de corto plazo así como de decisiones nacionales e internacionales de políticas que afecten el tipo de cambio real, para el largo plazo presenta tendencias de incremento en sus precios, aunque a tasas menores a las de los años anteriores.
- No se advierten amenazas en lo que respecta a las políticas públicas. Tampoco debería esperarse que el cambio de administración genere tensiones en esta construcción financiera.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los títulos mixtos del fideicomiso financiero nominado "Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral".

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota conferida no representa no obstante, una recomendación de compra o una garantía de CARE para futuros inversores, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de cualquier decisión, como un punto de vista a considerar entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio.

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, su capacidad de generar en el tiempo utilidades, conforme al proyecto de ejecución del negocio agrícola con infraestructura de riego, que su administración está mandatada a realizar. Admitido el rango de TIR.s derivado de múltiples simulaciones razonables para el proyecto en la primer calificación, las siguientes no se vinculan estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad fija, salvo en el 25% de la emisión. Por tanto la nota no dependerá estrictamente del alcance de las Tasas Internas de Retorno calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores. En definitiva, la nota seguirá entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir del 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por Julio Preve, Adrián Tamber y Martín Durán Martínez. Asimismo, en oportunidad de la calificación original, CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama.

La vigencia de esta actualización es hasta el 30 de noviembre de 2020. Más allá de las actualizaciones de norma, la calificación puede variar ante la aparición de hechos relevantes. En los primeros años del proyecto se considerarán hechos relevantes la evolución semestral de la compra de tierras así como la concreción de la infraestructura de riego prevista en el Prospecto.

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

• Antecedentes generales

El objeto principal del “Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral” fue la emisión de los valores de oferta pública a los efectos de obtener los recursos necesarios para la estructuración de una opción de inversión a largo plazo, respaldada por el retorno de operaciones inmobiliarias, sin perjuicio de distribución de utilidades cada año producidas por el ingreso de aparcería.

El prospecto original establece la compra de aproximadamente 6.000 hectáreas de campo, para ser explotadas mediante contrato de aparcería. El operador/aparcero es Agropecuaria del Litoral S.A, quien por cuenta del Fideicomiso realizará importantes inversiones en infraestructura de riego para aumentar la productividad de la explotación en arrendamiento.

Se están emitiendo Títulos Mixtos escriturales de Oferta Pública, con un valor nominal total de USD 50.000.000 (dólares estadounidenses cincuenta millones). Estos títulos tienen un componente deuda (25%) a amortizarse al final con un interés del 6% efectivo anual, pagadero anualmente sujeto a disponibilidad, y un componente Participación (75%) que recibirá en forma anual los Fondos Netos Anuales Distribuibles (si existen) en cada fecha de pago anual, y al momento de extinción del Fideicomiso, los Fondos Netos Remanentes en la Fecha de Pago Final.

Se trata de una estructura financiera de inversión a largo plazo, respaldada por un activo tangible que aumenta de valor, y un flujo de ingresos en base a un contrato de aparcería desarrollado mediante un plan de explotación, llevado a cabo por el agente/aparcero. El plazo de la inversión es de 15 años, pudiendo extenderse tres años.

Las principales características del proyecto son:

- Respecto del ingreso bruto total estimado (con una tasa de descuento de 4.35%), un 68% correspondería aproximadamente a la venta de la tierra al final del proyecto, y un 32% a los ingresos por aparcería.
- En el prospecto se plantea un conjunto de exigencias mínimas de desempeño que permiten evaluar la marcha del proyecto, ya que son considerados como obligaciones de resultado. Estas refieren al plazo de adquisición de inmuebles (3 años), porcentaje de área agrícola (al menos 55%), calidad de suelo y potencial de riego (al menos el 40% del área agrícola).

Avances en la ejecución del plan de negocios

- Inmediatamente luego de la emisión comienza la etapa de captar, analizar y ejecutar la compra de inmuebles agropecuarios de alta calidad para cumplir el objetivo establecido en el Prospecto. Se recibieron y categorizaron más de 150 campos de los cuales se seleccionaron los 37 que mejor cumplen con el objetivo del Fideicomiso.

- El Fideicomiso obtuvo la autorización de adquisición de inmuebles rurales por parte del Poder Ejecutivo el 17 de diciembre de 2018 en un tiempo más reducido que el esperable para este tipo de trámites.
- Al 31 de diciembre de 2020 el fideicomiso contaba con 4 predios con una superficie total de 4.309 ha de excelentes campos del litoral, adquiridos a un promedio de 6.031 USD/ha más gastos de adquisición, lo cual mejora el proyectado en un 14%. Con estas operaciones se alcanza 61% de la inversión en tierras establecida en el Prospecto de emisión y el 71% de la cantidad de hectáreas previstas. Estos indicadores cumplen a satisfacción con las exigencias mínimas de desempeño establecidas en el contrato de fideicomiso, en lo que refiere a estos conceptos.

Cuadro 1: Característica de los predios adquiridos a diciembre de 2019.

Unidad Productiva	Área total (has)	Coneat promedio	Porcentaje agrícola	Superficie bajo riego	Valor (U\$S/ha)	Proyecto riego (USD/ha efectiva)
Campo 1	701	159	72%	340	6.654	3.331
Campo 2	1.784	142	60%	837	5.664	2.606
Campo 3	899	163	74%	526	6.000	2.577
Campo 4	924	180	79%	434	6.300	2.549
Total	4.308	157	70%	2.137	6.031	2.688

Fuente: El Operador, Comité de Vigilancia y el Fiduciario

CARE dispone del detalle de cada establecimiento

• **Hechos salientes del período**

- La primera zafra de producción terminó con rendimientos muy por encima de lo presupuestado. El trigo promedió 4,961 kg/ha mientras que la colza tuvo un rendimiento de 2,062 kg/ha. Solamente se sembró en uno de los campos y fueron 125 hectáreas de trigo y 284 de colza.
- Para la zafra de verano, se sembró soja en los 4 predios y fue un total de 2.206 hás de primera y 409 de segunda. Según informa el operador, los cultivos de verano se lograron implantar dentro de los rangos de fecha óptima y se encuentran en buena forma para alcanzar los rendimientos proyectados.
- La explotación con ganadería y en consecuencia la obtención de ingresos por esa actividad se fue efectuando en la medida iban alambrando los campos y se delimitaban las áreas agrícolas. Sobre el final del año había 862 hectáreas destinadas a la ganadería.
- Los ingresos previstos este ejercicio productivo (julio-junio) son de USD 647.625 (USD 586.080 por aparcería agrícola y USD 61.545 por arrendamiento ganadero).

- Tal como estaba planificado se terminaron y presentaron a los organismos públicos competentes los proyectos de represas de los 4 campos adquiridos de manera de que empiecen a correr los tiempos para las autorizaciones gubernamentales. Se hizo un llamado a precios para los sistemas de riego y las represas y luego de un proceso extenso y muy competitivo, se decidió adjudicar el sistema de riego al consorcio HG2-Eurobrisa y las represas a más de una empresa Deltariego (Batista – Ruiz), Pedro Lopepe y Ocal (Richard Cáceres). También se avanzó en los proyectos de energía.
- En todas las represas proyectadas hay pequeñas afectaciones en predios vecinos situación que se ha ido negociando caso a caso. Ya ha habido acuerdo en tres de los campos, a través de canjes o compras de pequeñas superficies; en un cuarto campo (San Miguel aún se está negociando).
- Al 31 de diciembre de 2019, las aprobaciones de todas las represas solicitadas estaban en trámite transcurriendo todas ellas dentro de los plazos normales proyectados con excepción de la Estancia San Miguel que demandará más tiempo por las objeciones por parte de vecinos afectados
- El 11 de Noviembre de 2019 tuvo lugar la segunda audiencia pública por la represa de la Estancia “San Miguel”, se mantuvieron las oposiciones de los vecinos y la de la Federación de Funcionarios de OSE (FFOSE). El dictamen de Dinagua desestimó los argumentos esgrimidos por quienes se opusieron porque no estaban dirigidos al derecho de uso del agua, por lo tanto la estrategia sigue siendo continuar negociando con los vecinos o obtener el permiso de riego vía servidumbre en caso de no llegar a un acuerdo con los vecinos.
- El 5 de Diciembre de 2019 se llevó a cabo la primer audiencia pública por la represa correspondiente a la “La Armonía”. No hubo ninguna objeción de terceros afectados por lo que el trámite sigue su curso normalmente.

3. Información analizada

La información analizada, fue la siguiente:

- Informes trimestrales del operador, el último al 31 de diciembre de 2019.
- Estados Contables de Agropecuaria del Litoral al 30 de junio de 2019.
- Estados Contables del Fiduciario al 31/12/2019.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31/12/2019.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS TÍTULOS MIXTOS

Se ofrecieron en oferta pública títulos mixtos del Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los títulos y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

1. Descripción general

Denominación:	Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral
Fiduciario:	Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de fondos de inversión.
Operador Aparcero:	Agropecuaria del Litoral S.A.
Agente de Registro y Pago:	Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de Fondos de Inversión.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores SA
Cotización bursátil:	BVM y BEVSA
Organizador:	Nobilis y Estudio Jurídico Guyer & Regules
Títulos a emitirse:	Títulos Mixtos
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles rurales, infraestructura de riego, aparcería, entre otros.
Moneda:	Dólares Americanos
Importe de la Emisión:	USD 50.000.000 que fueron suscriptos entre el 3 y el 4 de setiembre de 2018
Plazo:	15 años
Distribuciones:	Anuales, según prospecto
Calificadora de Riesgo:	CARE calificadora de Riesgo
Calificación de Riesgo:	BBB.uy

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico se agregó en el Anexo I de la calificación original (Informe de Contingencias Jurídicas, véase www.Care.com.uy). El mismo procura descartar cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc.

Concluye: *"En síntesis y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario proyectado cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos jurídicos asociados al proceso de emisión."*

3. Riesgos considerados

Riesgo jurídico de estructura. Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica por no cumplir con alguna norma vigente, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de eventuales perjudicados por la creación oportunamente descrita. Visto el informe antes mencionado se concluye que *el riesgo jurídico de estructura se considera casi nulo.*

Riesgo por iliquidez. Los títulos se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante este proceso no es instantáneo y puede llevar un tiempo difícil de determinar. *El riesgo es medio.*

III. LA ADMINISTRACIÓN

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: Winterbotham Fiduciaria SA en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y Agropecuaria del Litoral SA en su condición de operador y fideicomitente. Se trata de evaluar la capacidad de gestionar, de administrar un patrimonio, para lograr el cumplimiento de las obligaciones de administración que se establecen en el contrato que constituye el fideicomiso. Integra este análisis el ajuste de la fiduciaria a las disposiciones nacionales jurídicas vigentes.

1. La Fiduciaria

Winterbotham Fiduciaria SA Administradora de Fondos de Inversión (Winterbotham) presta servicios fiduciarios desde su establecimiento en Uruguay a fines de 1990. Es una sociedad anónima uruguaya independiente de capitales privados, cuyo único accionista es The Winterbotham Trust Company (Uruguay) S.A. (WTCSA) y forma parte de The Winterbotham Trust Company Limited.

Winterbotham está autorizada por el Banco Central del Uruguay para desarrollar actividades como fiduciario financiero desde el 16 de febrero de 2005. Cuenta con personal propio y, además, cuenta con el apoyo del personal de la empresa controlante The Winterbotham Trust Company (Uruguay) S.A.

En esta oportunidad, la fiduciaria presenta EE.CC al 31/12/19. De los mismos se extrae la información que se expone en los cuadros siguientes:

Cuadro 2: Estado de Situación de Winterbotham (miles de \$)

Concepto	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
Activo	39.529	29.289	22.131
Activo Corriente	4.000	1.419	4.131
Activo no Corriente	35.528	27.870	18.001
Pasivo	26.020	17.949	11.543
Pasivo Corriente	2.788	1.420	4.052
Pasivo no Corriente	23.233	16.529	7.491
Patrimonio	13.508	11.340	10.588
Total Pasivo y Patrimonio	39.529	29.289	22.130
Razón Corriente	1,43	1,00	1,02

Fuente: EE.CC Winterbotham

Cuadro 3: Estado de Resultados de Winterbotham (miles de \$)

Concepto	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
Ingreso de actividades ordinarias	10.017	5.176	3.556
Gastos de Administración	(8.104)	(4.865)	(3.989)
Resultado Operativo	1.913	311	(433)
Resultados de inversiones y financiamiento	1.027	771	510
Resultados antes de Impuestos	2.940	1.083	76
Impuesto a la Renta	(772)	(331)	(205)
Resultado del Ejercicio	2.168	752	(129)

Fuente: EE.CC Wintherbotham

Su activo principal (no corriente) lo constituyen sus depósitos en garantías en el BCU de acuerdo a la normativa vigente. Si bien no generan intereses, en buena medida se encuentran depositadas en UI.

La firma administra o ha administrado varios fideicomisos financieros (de oferta pública o privados) así como otros de garantía.

En definitiva, no se advierten riesgos en la administración de esta operación por parte de la fiduciaria.

2. Agropecuaria del Litoral SA (ADL)

Se trata en este caso de la evaluación acerca de su capacidad de ejecutar el proyecto productivo. CARE ha formado su juicio a través de distintas fuentes; información proporcionada por la firma a través del Prospecto informativo, de sus EE.CC y a través de reuniones personales con los principales de la misma, así como en visitas de campo.

ADL fue constituida con el nombre DEMILOR SA en 2002; posteriormente, por resolución de Asamblea Extraordinaria de 14 de diciembre de 2004 se modificó su nombre por el actual "AGROPECUARIA DEL LITORAL S.A". La sociedad está regida por la ley No. 16.060 de Sociedades Comerciales. Cuenta con un capital social de \$ 1.200.000 representado en títulos físicos nominativos en un 100 % a nombre de personas físicas.

Su actividad principal consiste en la explotación de inmuebles rurales de su propiedad y arrendados a terceros, para la actividad agrícola. La sociedad es propietaria del 100 % de las acciones de Cosechas del Litoral SA y Tenur Business SA.

La información que se tuvo en cuenta al momento de la calificación original básicamente se mantiene incambiada por lo que no corresponde reiterarla acá. En particular se tuvo en cuenta los antecedentes relevantes en administración de campos con las mismas características y en aplicación de similar plan de negocio así como la idoneidad de los profesionales a cargo.

La conclusión fue que ADL no mereció ninguna objeción en tanto responsable de ejecutar el plan de negocios propuesto en esta operación, conclusión que se mantiene.

Situación económico financiera

La firma cierra ejercicio el 30 de junio de cada año siguiendo la lógica de los ejercicios agropecuarios. El último disponible fue al cierre del 30/6/19 confirmando una sólida situación patrimonial.

Su situación patrimonial y financiera es relevante por cuanto en esta operación, ADL se compromete no solamente a adquirir hasta USD2,5 millones en títulos (a lo largo del periodo de inversión) sino, a asegurar un ingreso mínimo al fideicomiso independientemente de sus resultados operativos. A la luz de la situación económico financiera de la firma, nada indica que el cumplimiento de estos compromisos suponga una dificultad.

En definitiva, en tanto no ha ocurrido nada en el último periodo que haga cambiar la valoración de CARE acerca de la idoneidad de ADL para ejecutar esta operación, se mantiene el juicio positivo.

El Fideicomiso

El contrato de fideicomiso se celebró el 8/11/17 y fue modificado el 3/7/18 y 23/7/18. Con fecha 11/9/18 se libra el primer documento de emisión en que se da cuenta que entre los días 3 y 4 de setiembre de ese año se llevó a cabo la oferta pública por suscripción de valores habiéndose recibido ofertas por USD 55.515.000, superior al máximo a ser emitido que será de USD 50 millones; esta última cifra, en consecuencia fue la suscripta y como se ha dicho, se trata de Títulos Mixtos compuestos por 25 % de deuda que devengarán un interés anual de 6 % y el resto como Certificados de Participación. Los intereses se pagan anualmente o en ocasión de cada nueva integración sujeto a disponibilidad.

Al 31/12/19 se llevan emitidos títulos por valor USD 30 millones de los cuales, USD 7.5 millones son deuda y devengarán una tasa del 6 % anual mientras que los USD 22.5 millones restantes son CP:

En consecuencia, el saldo de los títulos suscriptos y aún no emitidos al cierre del ejercicio 2019 es de USD 20 millones.

A continuación se expone resumidamente el estado de situación del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2019. Si bien la moneda funcional es el dólar americano, los EE CC se presentan en moneda nacional (moneda de presentación)

Cuadro 4: Estado de Situación del Fideicomiso (miles \$)		
Concepto	31/12/2019	31/12/2018
Activo	1.145.885	154.953
Activo Corriente	87.260	154.953
Activo no Corriente	1.058.625	-
Pasivo	326.413	46.103
Pasivo Corriente	10.051	6.997
Pasivo no Corriente	316.362	39.106
Patrimonio	819.472	108.832
Total Pasivo y Patrimonio	1.145.885	154.935
Razón Corriente	8,68	22,15

Fuente: EE.CC Fideicomiso Tierras del Litoral

El tipo de cambio a la fecha de cierre era de \$ 37,308 por dólar por lo que el patrimonio contable al cierre era de algo menos de USD 22 millones. Esto es consistente con la emisión realizada hasta la fecha (USD 30 millones) en que el USD 25 % se considera pasivo por ser título de deuda que devenga un interés fijo de 6 % anual. En consecuencia, el patrimonio contable debe compararse con el componente de la emisión que se considera CP, en este caso USD 22.5 millones.

Tal como se describe en otra sección de este informe, se llevan adquiridos 4 campos cuyo valor razonable al 31/12/19 era de USD 28.375.294. Se firmaron contratos de arrendamiento con los tres primeros el 22/7/19 y con el cuarto, el 3/9/19 por lo que las operaciones realizadas corresponden a un ejercicio parcial.

En el cuadro siguiente se muestra sintéticamente el estado de resultados. Incluye comparativo aunque la comparación no corresponde ya que el año 2018 refiere a un ejercicio que va del 11/9 al 31/12.

Cuadro 5: Estado de Resultados del Fideicomiso (miles \$)

Concepto	31/12/2019	31/12/2018
Ingreso de actividades ordinarias	3.442	-
Costos asociados a los arrendamientos	(5.770)	-
Cambio valor razonable de campos	53.330	-
Resultado operativo bruto	51.002	-
Gastos de administración	(6.948)	(6.183)
Otros gastos	(227)	(48)
Resultado Operativo	43.828	(6.232)
Resultados financieros	(9.019)	(71)
Resultados derivados posición monetaria	(67)	(0)
Resultado antes de impuestos	34.742	(6.304)
IRAE	(38.991)	-
Resultado del ejercicio	(4.249)	(6.304)
Ajuste por conversión	63.194	(1.651)
Resultado integral del ejercicio	58.945	(7.955)

Fuente: EE.CC Fideicomiso Tierras del Litoral

El mismo recoge aún escasa actividad, como queda dicho, por cuanto los contratos de aparcería fueron suscriptos ya empezado el segundo semestre del ejercicio.

El ajuste por conversión responde a la conversión de la moneda funcional a la de presentación de activos y pasivos.

Los inmuebles se presentan a valor razonable según tasación independiente que se realiza una vez al año en fecha cercana al cierre de cada ejercicio. La misma se describe detalladamente, tanto en las notas a los EE.CC como en este mismo informe en la sección correspondiente y no ofrece reparos.

4. Riesgos considerados:

Riesgo jurídico, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario o del aparcerero, agente o fideicomitente. El mismo se encuentra pormenorizadamente analizado y acotado en los contratos analizados. *Riesgo casi nulo.*

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de ADL SA y Winterbotham. En virtud de todos los análisis practicados; considerando su experiencia previa; considerando también su compromiso con el proyecto; teniendo presente el seguimiento que hará el Fiduciario de aspectos centrales para su desempeño así como el Comité de Vigilancia con amplias atribuciones; y dada la existencia de disposiciones para el cambio del Fiduciario y del Administrador, se considera que el riesgo de *incumplimiento de los administradores con las responsabilidades del proyecto es muy bajo.*

Riesgo de conflictos, derivado de la posibilidad de juicios capaces de interferir con el mandato recibido y en tanto la existencia de previsiones para enfrentarlos. Por iguales razones que el anterior, resulta poco probable que aun dándose conflictos, el fiduciario y la administradora no pudieran resolverlos a satisfacción del proyecto. *Riesgo bajo.*

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

El objeto principal del “Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral” es obtener rentabilidad para los inversores a través de la valorización de los campos adquiridos así como de los ingresos logrados bajo la modalidad de aparcería en una explotación agropecuaria lograda en parte, bajo riego. El Fideicomiso es constituido con el objeto de adquirir inmuebles rurales en las zonas de mejores tierras del país, con aptitud agrícola, en los cuales se incorporará valor a través de la instalación en los mismos de sistemas de riego, con cargo al patrimonio fiduciario. En efecto, las inversiones en riego determinan un aumento en la producción y con ello producen un incremento en el valor de la hectárea.

Las proyecciones económicas se presentaron por un período igual a la duración del fideicomiso, o sea 15 años, sin considerar la posibilidad de extender el plazo por tres años más. El modelo de negocios se sustenta bajo el supuesto de adquirir algo más de 6.000 hectáreas, las que representarían un área agrícola de 4.466 hectáreas (74% del área adquirida) de las que aproximadamente 2.332 has (52% del área agrícola) explotadas en secano y 2.134 has bajo riego (48% del área agrícola). No se ha terminado el proceso de adquisiciones de campos, por lo que no existen aún elementos que justifiquen actualizar esas proyecciones.

Los supuestos utilizados en las proyecciones, en su mayoría compartidas por CARE son:

- Razonable monto asignado a la inversión inicial. Hasta el momento las compras de campos se han realizado a valores por debajo de lo previsto en el prospecto, lo que de confirmarse podría mejorar la rentabilidad del plan de negocios.
- Estimación completa de gastos.
- El punto clave, la estimación del incremento en el valor de los campos (6% anual). Ese porcentaje puede parecer alto en la actual coyuntura, no obstante se partirá de un valor que ha caído en los últimos años. Para CARE un valor razonable de incremento anual del precio de la tierra debería contemplar a la inflación americana (1 a 2%) más el incremento en la productividad de la tierra (aproximadamente un 2%), por tal motivo el incremento de largo plazo en el precio de la tierra debería ubicarse entre un 3 y un 4% en dólares corrientes. El modelo considera también un aumento por única vez de un 10% por la instalación del riego, lo que luce razonable aunque no se dispone información estadística nacional para respaldo.

Con respecto a los supuestos sobre los ingresos por aparcería, CARE los considera razonables: los precios iniciales, los rendimientos por ha de los cultivos, el aumento de la productividad por año, y costos de comercialización. Los precios iniciales resultan relativamente altos en algunos casos, ya que fueron estimados en base a un promedio de los últimos 10 años, por este motivo se sensibilizó fuertemente el flujo de fondos en la calificación original.

Para la zafra 19/20, los ingresos esperados por el fideicomiso son de aproximadamente 650 mil dólares, un 90% explicado por la agricultura. Estos

ingresos están en línea con lo esperado para el primer año del fideicomiso pero por debajo de lo que serán los ingresos de los próximos años. Hay que tener en cuenta que no se dispone de la totalidad del área, no se ha instalado aún el riego y además los campos no han sido explotados durante un año completo.

Cuadro 6. Ingresos proyectados para la zafra 19/20

Cultivo	Superficie (ha)		Ingresos (USD)			Ingresos (USD/ha)		
	Agrícola	Ganadera	Agrícola	Ganadera	Total	Agrícola	Ganadera	Total
El Retiro	525	89	153.495	5.111	158.606	292	57	226
La Juanita	864	473	181.770	45.549	227.319	210	96	127
San Miguel	583	214	119.453	8.520	127.973	205	40	142
La Armonía	643	86	131.362	2.365	133.727	204	28	145
Total	2.615	862	586.080	61.545	647.625	224	71	150

Fuente: El Operador

2. Evaluación de rentabilidad de la inversión, Tasa Interna de Retorno, riesgos asociados y sensibilizaciones

El Proyecto planteado en el prospecto presentó una Tasa Interna de Retorno del 7,8% en base a supuestos físicos y de precios de la tierra razonables como ya se mencionó.

Es importante tener presente que en este fideicomiso se emitieron títulos mixtos, los cuales tienen un componente deuda (25%) a amortizarse al final con un interés del 6% efectivo anual y un componente participación (75%). O sea que la rentabilidad para el inversor tendrá una parte fija de rendimiento y otra que dependerá del resultado del plan de negocios. El flujo financiero con el cual se calcula la TIR considera como un costo fijo el pago de los intereses anuales, los que se pagan de acuerdo al contrato cuando existan fondos netos a distribuir. De esta forma, si la TIR del proyecto es mayor al 6% la deuda apalanca el proyecto, de lo contrario si es menor a ese valor la cuota parte de deuda reduce la rentabilidad.

Las variables clave en las proyecciones del flujo de fondos refieren a la evolución esperada del precio de la tierra, la evolución esperada del precio de los productos agrícolas y la productividad de la hectárea producto de la implementación de la infraestructura de riego y la proporción de área regada en los campos.

Existe un diseño del modelo de negocio que mitiga diferentes riesgos inherentes a la actividad agrícola. Por ejemplo, operador se obliga a abonar al Fideicomiso por la totalidad de las hectáreas bajo explotación agrícola un monto mínimo anual equivalente a 600 kg. de soja por hectárea y por año, que actuaría en años de muy baja producción, asimismo se contratan seguros para cubrir eventos climáticos adversos y coberturas pre precios para reducir la volatilidad de los precios.

En el Cuadro 7 se presenta un análisis de sensibilidad elaborado por el estructurador para el prospecto original, sobre la base de una variación, al alza y a la baja en los precios de los granos y en los rendimientos esperados. Del mismo surge una TIR entre 6,44% y 9,44%, respondiendo la más baja a una caída de un 25% en la variación de los precios y un reducción de un 25% también en los rendimientos, durante los 15 años.

Cuadro 7. Sensibilidad de la TIR a la variación en los precios de los granos y al rendimiento de los cultivos (100% = presup)

TIR Fideicomiso	Variación en Precios					
		75%	88%	100%	113%	125%
Variación en Rendimientos	75%	6,44%	6,71%	6,98%	7,24%	7,51%
Variación en Rendimientos	88%	6,76%	7,07%	7,39%	7,70%	8,01%
Variación en Rendimientos	100%	7,06%	7,43%	7,79%	8,15%	8,51%
Variación en Rendimientos	113%	7,37%	7,78%	8,19%	8,60%	8,98%
Variación en Rendimientos	125%	7,67%	8,13%	8,59%	9,02%	9,44%

Fuente: Prospecto

En el cuadro 8 presentado por el estructurador, expone la respuesta del retorno, según variaciones en las proyecciones de precios de compra de la tierra y diferentes tasas de valorización.

Cuadro 8. Sensibilidad de la TIR a la tasa de crecimiento anual compuesto (CAGR) en el valor de venta de la tierra y al valor promedio de compra de la misma

TIR Fideicomiso		% CAGR Valor Tierra						
		0,00%	2,00%	4,00%	6,00%	8,00%	10,00%	12,00%
Valor de Compra								
Promedio (USD/ha)	5.884	5,02%	5,99%	7,08%	8,28%	9,60%	11,01%	12,50%
	6.374	4,73%	5,71%	6,83%	8,05%	9,38%	10,81%	12,32%
	6.864	4,47%	5,48%	6,61%	7,85%	9,20%	10,64%	12,16%
	7.035	4,39%	5,40%	6,54%	7,79%	9,14%	10,59%	12,12%
	7.845	4,06%	5,09%	6,25%	7,52%	8,90%	10,37%	11,91%
	8.335	3,88%	4,93%	6,10%	7,39%	8,78%	10,25%	11,81%
	8.825	3,73%	4,79%	5,97%	7,27%	8,67%	10,15%	11,72%

Fuente: Prospecto

Se observa que en el escenario más desfavorable, (valores de compra, cercanos a los USD 9 mil y tasa de valorización nula), la TIR del inversor se situaría en 3,73%. Vale la pena mencionar que el precio de venta de la tierra representa el 68% de los ingresos del fideicomiso y que además, este escenario es de muy baja probabilidad, ya que se ha adquirido más de la mitad de la tierra y los precios medios están por debajo de los 7 mil dólares la hectárea.

2.1 Replanteo del Flujo de Fondos

En el flujo de fondos presentado en el modelo de negocios, los supuestos fundamentales para la obtención de la TIR son en general compartidos (evolución del precio de la tierra, rendimientos, etc.). No obstante lo anterior, podría suponerse una situación un poco más desfavorable tanto para los precios agrícolas como para las esperadas evoluciones del precio de la tierra. En relación a los precios de los granos, las proyecciones para la próxima década de casi todos los especialistas coinciden en que la evolución serían algo menores que el promedio utilizado por el estructurador en el modelo, que lo situó en 3% en general (véase Sección V). En relación al precio de la tierra, si bien el 6 % está por debajo del comportamiento histórico, podría verificarse un incremento menor habida cuenta que los valores ya se han ajustado al alza entre 2004 y 2015. Para CARE, como ya fuera comentado, un incremento razonable debería estar entre 3 y 4%, contemplando de esta manera la inflación del dólar y el incremento de la productividad de la tierra.

Al respecto, sobre el modelo presentado por el estructurador, CARE sensibilizó en esta oportunidad la respuesta en cuanto a la TIR esperada, en función de distintas tasas de evolución de los precios de los productos agrícolas y variaciones del precio de la tierra (cuadro 9). Los resultados muestran que incluso en la situación extrema de que no haya incrementos en los precios de la tierra ni en el de los granos, la TIR tendría valores positivos. También puede observarse en el cuadro que la evolución del precio de la tierra tiene un mayor impacto en la TIR que en el de los granos.

Cuadro 9. Sensibilidad de la TIR a diferentes tasas de evolución del precio de los productos e incrementos en el valor de la tierra

		% de aumento del precio de la tierra			
		6,0%	4,0%	2,0%	0,0%
Variación de los precios de los granos	3,00%	7,8%	6,6%	5,5%	4,5%
	2,00%	7,6%	5,8%	5,2%	4,2%
	1,00%	7,3%	5,6%	5,0%	4,0%
	0,00%	7,1%	5,4%	4,8%	3,7%

Fuente: CARE en base a datos del estructurador

2.2 Análisis de riesgo, escenario volátil.

Con el objetivo de sensibilizar aún más la tasa interna de retorno del Proyecto, se realizó en la primera calificación un análisis apoyado en el método de simulación Monte Carlo. Éste consiste en asignar distribuciones de frecuencia a algunas variables exógenas del modelo, de forma de generar aleatoriedad al análisis.

A modo de estresar el modelo, CARE definió escenarios de mayor volatilidad de los presentados en el prospecto de emisión. Para ello definió factores críticos de riesgo del modelo adicionales, los que tienen una incidencia directa en los indicadores de rentabilidad del proyecto.

En el cuadro 10 se indican los valores esperados de los factores mencionados para la simulación en la que se supuso que sus valores fluctúan de acuerdo con distribuciones de probabilidad normales.

Cuadro 10. Variables sensibilizadas

Variable	Distribución	Media	Coef. de dispersión
Variación anual del precio de la tierra	Normal	5,50%	50%
Variación anual del precio de los productos	Normal	5,00%	50%

Fuente: CARE

Se estimó una simulación de 1000 iteraciones y suponiendo un escenario por demás volátil para las dos variables que representan el total de los ingresos del Fideicomiso. Tanto para el caso de la tierra como para el caso de los precios de los productos agrícolas se supuso una distribución normal.

En base a los resultados obtenidos, la TIR esperada sería de 8,0% y evidencia un 100% de probabilidad de ubicarse en valores superiores al 1,0%, y un 90 % de probabilidad de superar el 4,5%. (Ver Cuadro 11).

Cuadro 11. Rentabilidad media, máxima y mínima del Proyecto

VARIABLE	Min.	Prom.	Max.
TIR (%)	1,1	8,0	15,0

Fuente: CARE

Estas sensibilizaciones muestran que el modelo de negocios propuesto en el prospecto de emisión sortea diferentes escenarios adversos.

Finalmente, importa destacar que tratándose de títulos mixtos en que el 25 % de la emisión es deuda con un interés comprometido de 6% efectivo anual, los valores de rendimientos esperados según párrafos precedentes cubren con holgura esta circunstancia.

3.- Nueva estimación del Costo de oportunidad del capital

Con el objetivo de testear algunos cambios en las tasas de interés internacionales y en el riesgo país ocurridas en el último año, CARE actualizó el análisis del costo de oportunidad del capital para descontar los flujos de fondos, en el entendido de que se constituye en un indicador importante para comparar con la TIR esperada.

Para esto se utilizó el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran¹ se adicionó a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto. En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

$$E(r_i) = r_f + \beta_{im}(E(r_m) - r_f) + Er_p$$

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital

β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado².

r_f: tasa libre de riesgo (Treasury Bonds USA)

E (R_m) – R_f: Prima de Riesgo del mercado. Es el premio por el riesgo específico al mercado en que opera el proyecto (La diferencia del rendimiento de los títulos de renta variable y la tasa libre de riesgo)

Er_p: Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado. (se considera en este caso el riesgo país de Uruguay)

Por lo general, se considera como la tasa libre de riesgo a los rendimientos de los Treasury Bonds 10 Years de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Se opta normalmente por utilizar los promedios de 5 o 10 años de dichos rendimientos, evitando de esta manera los elevados valores de fines de la década de los noventa y comienzos de la década del 2000, en que el rendimiento se ubicaba entre 5 y 7%. En los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,34%, y en la actualidad se encuentra en 1,56%. Luego del repunte de la tasa de interés de estos bonos a partir de julio de 2016 y hasta noviembre de 2018, como consecuencia del aumento de la tasa de interés de la FED, el rendimiento comienza a caer y todo parece indicar que por el momento se mantendrán en estos mínimos niveles.

Por su parte para medir el riesgo del país se consideran los rendimientos de los bonos soberanos uruguayos medidos a través del índice UBI de República AFAP. En este caso deben evitarse también los valores "anómalos" del período de la crisis de 2002. Si bien es una realidad que la economía uruguaya atraviesa en determinados

¹ A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

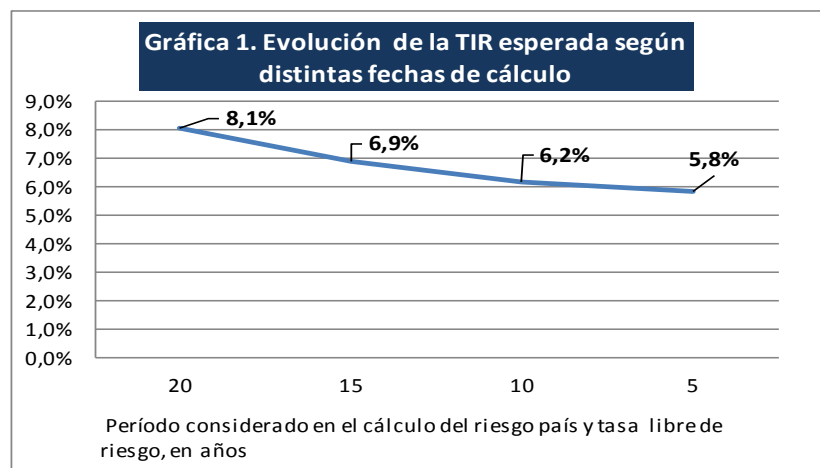
² Se consideraron los betas promedio de empresas de producción primaria de bienes agrícolas en mercados emergentes según A. Damodaran

períodos crisis de esa magnitud, no se considera muy probable que ello pueda ocurrir en el futuro mediano plazo.

El parámetro “beta unlevered” de Damodaram, para enero de 2020 se ubica en 0,61, lo que indica que la inversión en la producción agrícola tiene un menor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado.

A los efectos de calcular estos indicadores se tuvieron en cuenta los valores promedio de los últimos 5 años, para evitar variaciones coyunturales y tener una visión de mediano plazo³. En este sentido, para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 2,2% y para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 1,82 puntos básicos.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,8%. Este valor es inferior a la TIR esperada del inversor (7,76%), lo que nos indicaría que la tasa prevista es superior a la teórica. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que –entre otras– ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión. El costo de oportunidad del capital propio estimado para los valores promedio de los últimos 5 años es bajo si se compara con el pasado, esto es consecuencia de la caída en los retornos de los bonos del tesoro de EEUU (tasa libre de riesgo). En la siguiente gráfica se comparan los niveles estimados con los que cabía esperar con los valores promedio de los últimos 20, 15 o 10 años.



Esto indica que según estas metodologías, la tasa de descuento del proyecto es adecuada y reforzaría los cálculos del retorno del negocio para el inversor.

Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. A partir de lo anterior se trata de señalar la capacidad de generar los flujos en el plazo pactado. Considerando además el permanente seguimiento que permite la estructura del fideicomiso, (protocolos, comité de vigilancia, gobernanza, etc.), *se considera que existe un riesgo bajo*.

Riesgo de descalce de monedas. Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en la misma moneda, por lo que este riesgo es prácticamente casi nulo

³. En el momento actual, las tasas de interés internacionales están muy afectadas por la coyuntura internacional derivada de los efectos del coronavirus y los efectos que tendrá sobre la economía mundial.

V. EL ENTORNO

El análisis de entorno refiere a la evaluación de factores futuros que pueden afectar la generación de los flujos propuestos, pero que derivan de circunstancias ajenas a la empresa y refieren al marco general. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados interno o internacional de insumos, productos, bienes, así como con el análisis de políticas públicas capaces de incidir directamente en el cumplimiento de los objetivos planteados. Por políticas públicas se entiende, no solo las domésticas sino las de los países con los que existe comercio.

En el caso de los productos agrícolas, luego de varios años de condiciones de mercado relativamente tranquilas, los mercados agrícolas mundiales enfrentan hoy riesgos crecientes, incluida la incertidumbre política por las tensiones comerciales, asimismo se proyecta que los incrementos en la productividad superen el crecimiento de la demanda, lo que podría implicar una disminución de los precios reales de los alimentos. La crisis sanitaria derivada del coronavirus agrega nuevas interrogantes al sector, no existiendo por el momento elementos claros de lo que pueda ocurrir con los precios en el corto plazo. La primeras reacciones fueron de caída de precios por problemas en el comercio, pero luego podría ocurrir un rebote en los mismos en la medida que se vaya restableciendo el comercio.

Por otra parte, no se prevé por el momento como riesgo el de políticas públicas asociado a los permisos administrativos, derivado del cambio de administración.

Dado el plazo extendido de las proyecciones que se corresponde a la naturaleza del propio proyecto, el análisis de entorno se expresa en términos de grandes tendencias vinculadas a la evolución del precio de los commodities agrícolas y de la tierra.

4.1 Riesgo Económico y de Mercado

Cabe destacar que los aspectos favorables sobre el negocio agrícola que fueron argumentados en profundidad en el prospecto de emisión y en la calificación original, hoy no parecen tan robustos a la luz de la coyuntura internacional. En esa ocasión se dieron razones fundadas sobre el crecimiento a largo plazo del precio de la tierra, tales como los referidos a la demanda mundial de alimentos, la urbanización, la mejora de la productividad agrícola, el crecimiento del ingreso de los países menos desarrollados, etc. Esos elementos siguen siendo válidos para el largo plazo, pero la existencia de los conflictos comerciales sumado a un crecimiento más moderado de las economías mundiales y los posibles efectos de la crisis sanitaria mundial, determina que para el mediano plazo los precios se mantendrían en los niveles del pasado reciente.

Se han registrado modificaciones en la economía mundial que se reflejan en algunos cambios en el comportamiento de los precios tanto de la tierra como de los productos agropecuarios en el corto plazo, tales como:

- La desaceleración del dinamismo de la economía mundial como resultado de la prolongada incertidumbre en torno a las políticas, debido a que persisten las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China; a pesar de los acuerdos alcanzados hasta el momento.
- Se proyecta una desaceleración del crecimiento de las economías avanzadas en la medida que se disipen los efectos del estímulo fiscal en Estados Unidos y a medida que el flojo aumento de la productividad y el envejecimiento de la población desmejoren las perspectivas a largo plazo para las economías avanzadas. Las elecciones en EEUU agregan una cuota más de incertidumbre. Por otra parte, la pandemia del coronavirus va a generar en los primeros dos trimestres del año 2020 una caída en el crecimiento mundial y dependiendo de la resolución del problema ello podría alargarse en el tiempo.
- Las economías de los mercados emergentes que fueron el sostén de la década pasada, mediante el sostenido aumento de la demanda derivada del crecimiento económico, muestran un enlentecimiento en esa dinámica determinando una reducción de la tasa de crecimiento de la demanda por materias primas y alimentos.
- Este enlentecimiento en el crecimiento mundial ha determinado que la demanda por alimentos creciera por debajo del incremento de la oferta y por lo tanto se comenzaron a generar excedentes y en consecuencia precios más deprimidos para las materias primas.

En esta sección, se describen los aspectos salientes de los dos precios que inciden en los retornos de la inversión: el precio de la tierra y el precio de los productos agrícolas.

4.2 Sobre el precio de los productos agrícolas.

La trayectoria esperada de los precios de los productos agrícolas afecta de forma relevante la renta que se paga por la tierra y por ende, el resultado de la inversión. Como fue mencionado anteriormente, el 32% de los ingresos brutos refieren a los contratos de aparcería/arrendamiento.

Los precios agrícolas mostraron un fuerte aumento en sus valores a partir de 2005 para alcanzar sus máximos valores entre 2007-2009. La producción respondió rápidamente a los estímulos del mercado alcanzando en el año 2017 los mayores niveles para prácticamente todos los cereales, carnes y lácteos. Al mismo tiempo el crecimiento de la demanda comenzó a debilitarse.

Entre las causas que impulsaron la demanda durante la pasada década se destaca:

- (a) el sostenido crecimiento de la demanda y el comercio de granos a nivel mundial explicado en gran medida por el aumento de los ingresos per cápita de China,
- (b) una mayor apertura y desregulación de los mercados globales

(c) el desarrollo y la promoción de los biocombustible que al masificarse, vincularon la trayectoria de precios de los mercados de alimentos también con los mercados de los bienes energéticos y

(d) el debilitamiento del dólar que generó aumentos en los precios nominales de las commodities.

Como se verá, las principales causas que impulsaron los precios al alza en el pasado no se mantienen y el panorama es bastante diferente. CARE consultó diversas fuentes de información y todas coinciden con lo que a continuación de describe⁴.

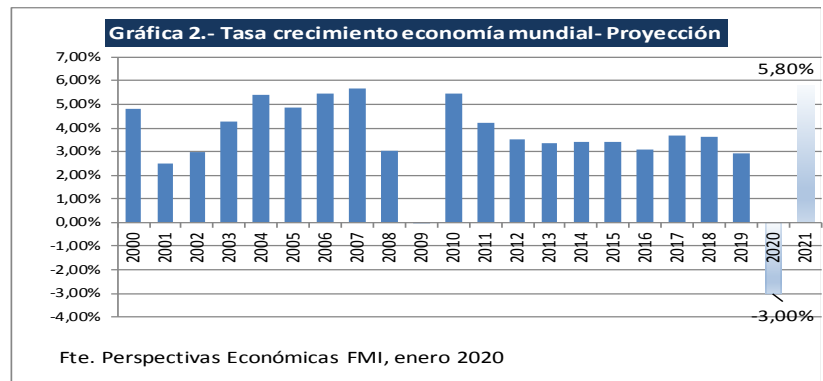
En el mediano plazo, el crecimiento en la demanda general de cereales será más moderado que la década anterior como resultado de la desaceleración de la demanda de China y es probable también que un aumento en el uso industrial de los cereales, especialmente el del almidón y los biocombustibles, sea más modesto. Por el lado de los alimentos, el consumo per cápita de la mayoría de los cereales ya ha alcanzado niveles de saturación en buena parte del mundo, sin embargo la demanda igualmente crecerá levemente, impulsada por el rápido crecimiento de la población en África y Asia, donde los alimentos básicos de cereales siguen siendo los principales componentes de la dieta.

Por su parte, la demanda de harinas proteicas se ha reducido debido a la imposición de aranceles adicionales por parte de China a las exportaciones de soja de EE.UU., y las medidas posteriores para reducir la proporción de harinas proteicas en las raciones de alimentos. La peste porcina africana afectó fuertemente al sector ganadero de China, frenando la demanda de alimentos, y generando efectos adicionales que contribuyeron a deprimir los precios de la soja.

Al no estar presente aquel fuerte crecimiento de la demanda se dieron varios años en que el crecimiento de la producción superó al consumo, lo que resultó en grandes existencias, y en consecuencia los precios internacionales bajaron. Para el mediano plazo, se proyecta que el crecimiento esperado de la producción sea superior al aumento de la demanda y en tanto cabe esperar que los precios caerán en términos reales, aunque en dólares nominales crecerán levemente (por debajo de la inflación del dólar).

El Fondo Monetario Internacional (FMI), en sus previsiones de crecimiento de la economía mundial venían proyectando un crecimiento moderado en el entorno del 3%, panorama que fue fuertemente modificado por los efectos derivados de la pandemia del coronavirus.

⁴ Perspectivas Agrícolas FAO-OCDE 2019-2028 (abril 2019), USDA Agricultural Projections to 2029 (febrero 2020) y Banco Mundial-Commodity Markets Outlook (abril 2020) y World Bank Commodity Prices (abril 2020)..



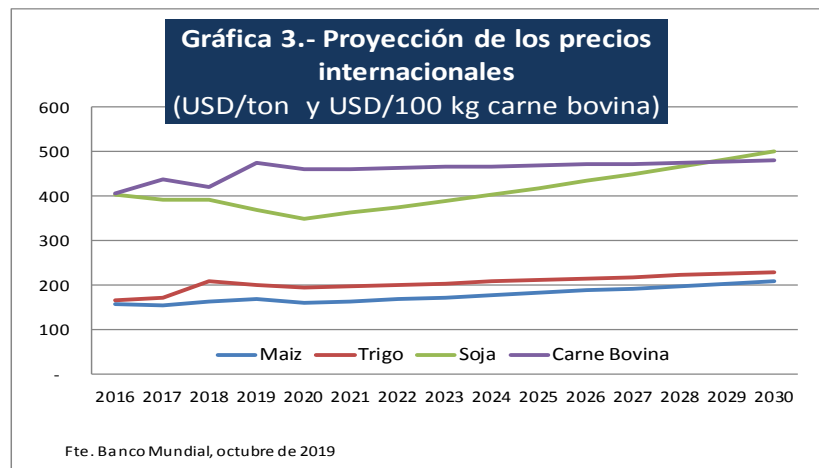
El último informe sobre las perspectivas de la economía mundial del FMI de abril de 2020, considera ya los potenciales efectos negativos de crisis sanitaria mundial. A tales efectos reporta que *“La pandemia de COVID-19 ha causado altos y crecientes costos humanos en todo el mundo, y las medidas de protección necesarias han afectado gravemente la actividad económica. Como resultado de la pandemia, se prevé que la economía mundial se contraiga bruscamente en un -3 por ciento en 2020, mucho peor que durante la crisis financiera de 2008-09. En un escenario de referencia, que supone que la pandemia se desvanece en la segunda mitad de 2020 y los esfuerzos de contención se pueden deshacer gradualmente, el FMI proyecta que la economía global crecerá un 5,8 por ciento en 2021 a medida que la actividad económica se normalice, ayudada por el apoyo de políticas”*.

Las perspectivas del Banco Mundial, OCDE - FAO y el USDA⁵ coinciden en describir un panorama de recuperación muy bajo de los precios de productos agropecuarios durante la próxima década, pero también coinciden en que ese incremento no compensará seguramente la depreciación del dólar y en consecuencia caerían en términos reales.

La última publicación anual de FAO-OCDE Agricultural Outlook 2019-2028, dice que *“La fortaleza de la oferta prolongada durante varios años impulsó la reducción de los precios internacionales de la mayoría de los productos básicos agrícolas, aunque los precios de los cereales, la carne de vacuno y la carne de ovino muestran una recuperación a corto plazo. Las proyecciones indican que, durante la próxima década, los precios reales de casi todos los productos básicos cubiertos en las Perspectivas se mantendrán en los niveles actuales o por debajo de ellos, dado que las mejoras en materia de productividad aún superan el crecimiento de la demanda”*. Se refiere a que no habría repunte en términos reales, ya que el mismo documento plantea que si habrá pequeños incrementos en los precios nominales (entre 0,5 y 0,6% anual para trigo y maíz y del 1,1% anual para la soja).

Por su parte, el Banco Mundial actualiza periódicamente su proyección de precios de las commodities. La última actualización de abril 2020, muestra cómo los precios de todos los rubros se espera tengan un leve crecimiento en dólares corrientes hasta 2030, aunque a tasas bajas.

⁵. OCDE FAO. Perspectivas agrícolas 2019 – 2028, USDA Agricultural projections to 2028 (febrero 2020) y World Bank Commodity Markets Outlook (abril de 2020 con proyecciones a 2030)



El USDA también espera incrementos en los precios nominales, pero menores a la inflación esperada. Los tres organismos proyectan aumentos de precio positivos en dólares corrientes pero en prácticamente todos los casos los valores caerían en valores reales. La excepción parece ser el caso de la soja para el Banco Mundial, dato que no parece ser compartido por el resto de los organismos.

Cuadro 12. Tasa de evolución de los precios proyectadas para la década

Cultivo	FAO-OCDE	Banco Mundial	USDA
Maíz	0,5%	2,8%	0,6%
Soja	1,1%	3,6%	0,2%
Trigo	0,6%	1,7%	1,0%

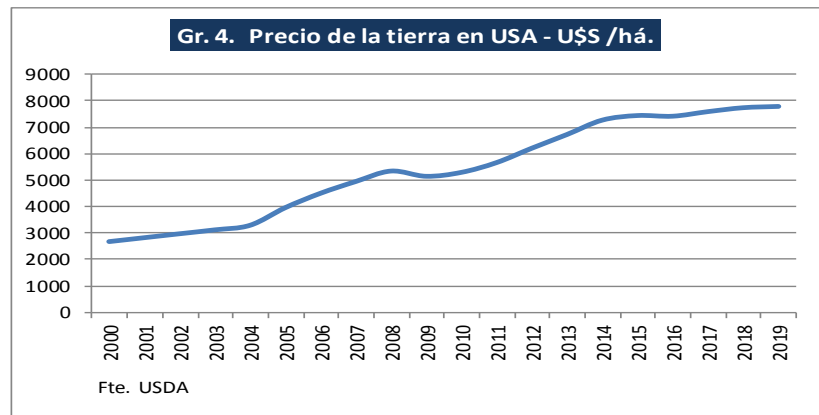
Fuente: CARE en base a BM, USDA y OECD-FAO

4.3 El precio de la tierra

El precio de la tierra, ha visto modificada su evolución de fuerte apreciación en dólares, con una caída a partir de 2015, y una insinuada estabilidad en los últimos años con las variaciones propias de un escaso número de operaciones; según reporta la Dirección de Estadísticas Agropecuarias del MGAP para el promedio de las operaciones en todo el país.

Las perspectivas de demanda internacional por tierra son alentadoras y ubican los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo. En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia

En lo que respecta, en particular al precio de la tierra en Estados Unidos, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros años de la década del ochenta ante el cambio de la política monetaria denominado "Plan Volker" y en menor medida, después de la crisis financiera de Lehman Brothers, y en forma muy moderada. Cualquiera de los dos shocks negativos en el nivel de precios, fueron revertidos en pocos años. En 2018, los precios de la tierra (promedio) aumentaron un 2% y para 2019 el USDA reporta un aumento de un 0,6% en términos nominales.



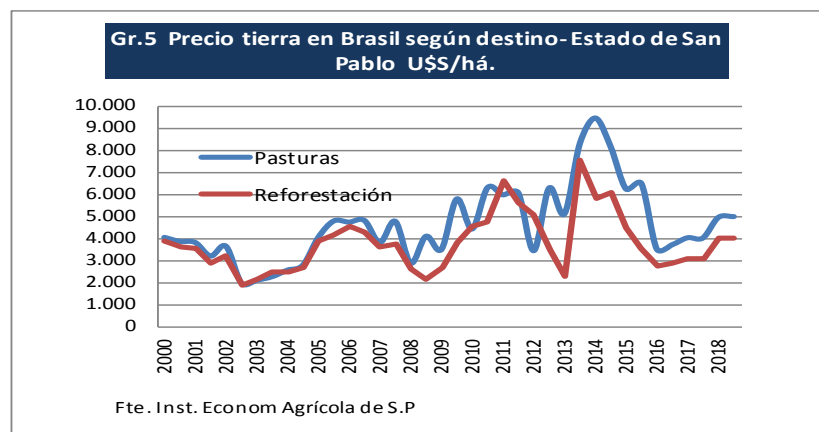
El USDA, reporta también el comportamiento de los precios de las tierras irrigadas y sin riego. Para el caso concreto de las tierras del “Corn Belt”, en USDA en su reporte de Agosto de 2019, muestra que los precios de las tierras irrigadas se ubican en el entorno de un 40% por encima de las no irrigadas. En zonas más secas, como por ejemplo en California, las tierras irrigadas valen un 180% más que las que no lo tienen.

Cuadro 13. Precio de la tierra regada y no regada en el Corn Belt de EEUU (USD/ha)

	2016	2017	2018	2019
Regada	11.935	12.207	11.787	11.787
No regada	8.575	8.525	8.352	8.278
Variación en porcentaje	39%	43%	41%	42%

Fuente: elaborado en base a datos de USDA

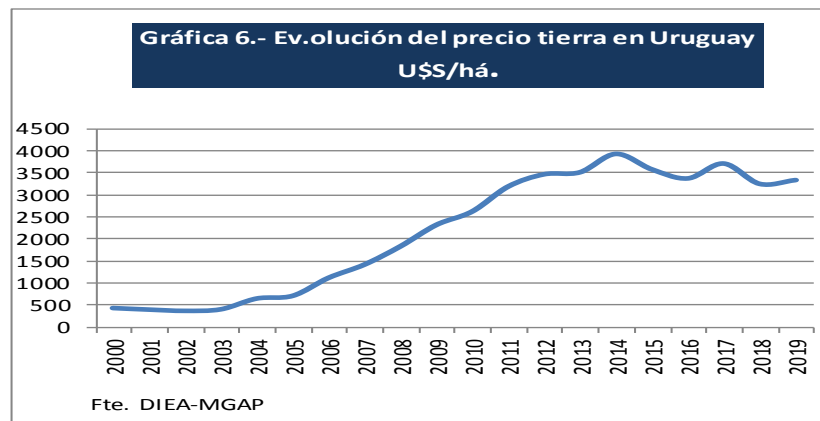
El comportamiento del precio de la tierra en Brasil, está afectado, además por los factores descritos oportunamente para la tierra en general, por el efecto del tipo de cambio, en la medida que en ese país, la cotización del recurso se realiza en moneda nacional. Por ello, las fluctuaciones son amplificadas por este efecto. En el año 2014 comenzó una fuerte caída de los precios de la tierra, que parece comenzar a revertirse en 2017 y se confirma en 2018; último dato que registra el Instituto de Economía Agrícola de San Pablo.



En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP para el promedio de las transacciones de tierras da cuenta de una muy fuerte valorización a partir

de 2004 y hasta el 2014 cuando se verifica el valor máximo. A partir de 2015 comienza un cierto ajuste a la baja pero con un comportamiento un tanto errático, consecuencia seguramente de un bajo número de transacciones en donde la calidad y la localización de los campos comercializados tienen una gran influencia en los valores medios. Fue así que en 2017 DIEA reportó un aumento de un 10% en el valor de la tierra, luego en 2018 la misma oficina da cuenta de una reducción de un 12%, y luego para el año 2019 el precio promedio de la hectárea media del muestra una leve recuperación de un 3% con relación al año anterior.

El escaso número de transacciones verificado en estos últimos años genera algunas dudas en cuanto a los valores obtenidos, lo que deberá ser corroborado en los siguientes años.

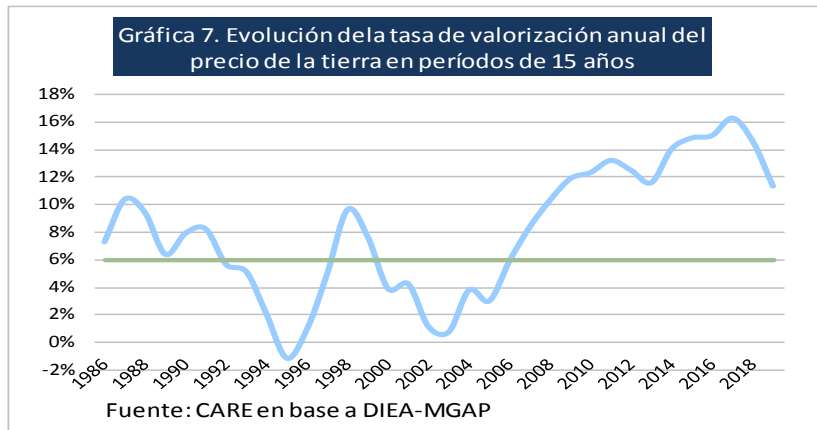


La valorización del precio de la tierra es un componente muy importante de ingreso final del fideicomiso (68%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución sustancial con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 6% (en dólares corrientes) durante 15 años, por lo que resulta importante conocer que ha sucedido en el pasado como forma de tener una cierta aproximación con lo que pueda ocurrir en el futuro.

Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de 49 años (1970 a 2019) la variación anual en períodos de 15, en donde se observa lo siguiente:

- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 15 años fue de 8,1%.
- No obstante en la serie aparecen 11 años (un 33%) en donde el aumento acumulativo anual en períodos de 15 años es menor al 6%.

Importa destacar, que esta serie de precios de la tierra es un promedio nacional y por lo tanto no considera cambios en el valor de la misma por concepto de mejoras en el uso del suelo y mucho menos el desarrollo del riego, por lo que este comportamiento no debería trasladarse a las tierras de este fideicomiso, sino solamente considerarlo como una información adicional. Finalmente, como ya se informara el Contrato de Fideicomiso considera la posibilidad de extender el plazo por hasta tres años más, pudiéndose evitar de esta forma que se deba vender en una coyuntura muy desfavorable.



4.3 Las políticas públicas, el riesgo político

El riesgo de políticas públicas refiere a la amenaza, de parte del Estado, de actuar contra las modalidades de propiedad y explotación que propone el fideicomiso. En este sentido, no surgen elementos que puedan hacer suponer que el gobierno actual pueda tomar medidas de política que atenten contra este tipo de emprendimiento.

Riesgo de Entorno: *En conclusión el riesgo de entorno tanto en lo que refiere a los mercados como a las políticas públicas se considera bajo.*

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

El dictamen se construye a partir de la asignación de ponderadores y puntajes a los factores de riesgo que integran cada área de riesgo (los títulos, la fiduciaria y el agente/aparcero, los activos subyacentes y el flujo de fondos, y el entorno). Dispuestos en una matriz, los indicadores de cada factor en cada área de riesgo, van generando puntajes a juicio del comité calificador que van conformando el puntaje final. Éste se corresponde con una nota de acuerdo al manual de calificación. En la matriz de calificación, las áreas se dividen en factores, y estos en indicadores.

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB (uy)⁶ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Sr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tambler

⁶ **BBB (uy)**. Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de Inversión mínimo.**